

TRIBUNALE ORDINARIO DI BRESCIA

Ufficio Esecuzioni Mobiliari

Esecuzione n. R.G. 1426/2016

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE
DEL DIRITTO D'OPZIONE**

Giudice delle Esecuzioni Mobiliari: Dott. Marco Calli

Stimatore: Dott. Andrea Astori

Sommario

1. PREMESSE: OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	2
1.1 Conferimento dell'incarico	2
1.2 Oggetto e obiettivi della valutazione	2
1.3 I documenti acquisiti ed analizzati	2
1.4 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico	3
1.5 Data di riferimento.....	4
2. IL DIRITTO D'OPZIONE.....	4
2.1 Inquadramento giuridico.....	4
2.2 Inquadramento tecnico – contabile.....	6
3. L'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE DELLA MAESTRALE SRL	7
4. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÁ MAESTRALE SRL	
4.1 Introduzione metodologica	10
4.2 L'applicazione del metodo	11
4.3 Il valore del capitale economico con il metodo patrimoniale semplice	15
5. LA STIMA DEL DIRITTO D'OPZIONE.....	16
6. LE OSSERVAZIONI DELLE PARTI	17
7. LE CONTRODEDUZIONI DELLO STIMATORE	18
8. CONCLUSIONI.....	21

1. PREMESSE: OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

1.1 Conferimento dell'incarico

Con provvedimento del 11/02/2019 il Giudice delle Esecuzioni Mobiliari, dott. Marco Calli, nominava, quale stimatore del valore del diritto d'opzione spettante all'esecutato Bruni Zani Santo a seguito dell'operazione di aumento del capitale sociale della società Maestrare srl, deliberato in data 13/05/2016, lo scrivente dott. Andrea Astori, dottore commercialista indifferente, nato a Brescia il 16 maggio 1978, cod. fisc. STRNDR78E16B157T, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Brescia, al n. 1914, ed iscritto al registro dei Revisori Legali con D.M. del 12/02/2009 al numero 153809 G.U. n. 19 del 10/03/2009, domiciliato presso il proprio Studio in Brescia, Via San Giovanni Bosco, 1/e.

In particolare, nel corso dell'udienza tenutasi in data 10/04/2019, il GE conferiva l'incarico di: *“procedere alla stima del diritto di opzione spettante all'esecutato Bruni Zani Santo a seguito dell'aumento di capitale, tenendo in considerazione le valutazioni già espresse dal dott. Chessa in ordine alla valorizzazione della società nel suo complesso”*.

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla società Maestrare srl e dai loro amministratori, e di non aver alcun interesse diretto e/o indiretto, in operazioni riguardanti la società.

In adempimento dell'incarico ricevuto, esperite le necessarie verifiche e dopo aver assunto le opportune informazioni effettuando, ove possibile, i più appropriati riscontri contabili e amministrativi, lo stimatore espone di seguito i risultati a cui è pervenuto.

1.2 Oggetto e obiettivi della valutazione

L'oggetto dell'incarico conferito è la stima del diritto d'opzione spettante al sig. Bruni Zani Santo nell'ambito dell'operazione di aumento del capitale sociale deliberato dai soci della Maestrare srl in data 13/05/2016.

1.3 I documenti acquisiti ed analizzati

I lavori peritali hanno avuto inizio in data 06/05/2019 alla presenza del CTP del soggetto terzo pignorato Fap Investments srl, dott.ssa Simona Scaroni; si specifica che parte attrice non ha nominato CTP.

In tale sede si è data lettura del quesito di causa e sono state evidenziate le scadenze dei lavori.

Lo scrivente ha formulato alla società Maestrale srl apposita richiesta concernente l'esame della documentazione contabile e societaria necessaria per il completamento dell'incarico.

In particolare, al fine di svolgere l'incarico assegnato, lo scrivente ha analizzato la seguente documentazione:

- Atto costitutivo e Statuto;
- Bilancio al 31/12/2015;
- Bilancio al 31/12/2016;
- Inventari al 31/12/2015;
- Partitari contabili 2015;
- Partitari contabili 2016;
- Delibera di aumento del capitale sociale;
- Visure catastali;
- Atti di compravendita immobiliare del periodo 2016;
- Perizia di stima a firma dott. Filippo Chessa;
- Valutazione immobili a firma sig.ra Ercole Daniela.

Gli accertamenti compiuti, l'insieme dei dati raccolti e rielaborati, hanno costituito operazioni strumentali allo svolgimento dell'incarico affidato, volto a determinare il valore del diritto d'opzione spettante all'esecutato.

1.4 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico

Le situazioni economiche e patrimoniali sono state fornite dalla società per tramite del consulente tecnico di parte, dott.ssa Scaroni.

L'incarico conferito non ha avuto ad oggetto, in quanto non richiesto, la verifica della regolare tenuta della contabilità. Pertanto, le procedure di verifica adottate dal sottoscritto ai fini della corretta esecuzione del proprio incarico non costituiscono una revisione legale ai sensi del d.lgs. n. 39/2010. Non è stata inoltre oggetto di verifica la corretta applicazione della normativa di cui agli artt. 2423 e ss. c.c. e dei principi contabili nazionali. Altresì non si è proceduto a verificare l'esistenza di passività potenziali che possano comportare riflessi non contabilmente rilevati.

Inoltre, prima di procedere con la descrizione delle analisi e dei risultati a cui si è pervenuto appare significativo indicare alcune limitazioni allo svolgimento dell'incarico, ulteriori rispetto a quanto sopra puntualizzato.

In particolare:

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione risultante agli atti;
- il contenuto della presente relazione non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda considerato che si basa su elementi previsionali;
- il documento è unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre a valutazione;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate;

1.5 Data di riferimento

La valutazione s'intende riferita alla data della delibera di aumento di capitale sociale della società Maestrale srl (13/05/2016).

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio descritta nei precedenti paragrafi alla quale si rimanda per maggiore dettaglio e che contiene la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2. IL DIRITTO D'OPZIONE

2.1 Inquadramento giuridico

La facoltà di esercitare il diritto d'opzione espressamente garantito al socio viene previsto nell'ambito di aumenti di capitale sociale a pagamento e disciplinato, in caso di società a responsabilità limitata, dall'art. 2481 e ss. c.c.

La decisione di aumentare il capitale sociale deve contenere tra gli altri, le modalità e i termini per l'esercizio del diritto d'opzione a meno che non si decida di escluderlo o limitarlo.

La decisione deve risultare da verbale di assemblea straordinaria depositato presso il Registro delle Imprese competente.

La decisione deve includere, tra gli altri, la sorte delle quote inoptate.

La decisione di aumento e l'apertura della conseguente fase di sottoscrizione devono essere comunicate a ciascun socio per garantire la necessaria informazione.

L'art. 2481 bis c.c. disciplina l'offerta in opzione mediante la quale si prevede che il socio abbia diritto di opzione per la sottoscrizione dell'aumento di capitale in proporzione alla partecipazione già posseduta, a meno che l'atto costitutivo stabilisca che l'aumento sia effettuato mediante offerta di nuove quote a terzi, escludendo o limitando tale diritto.

Il socio esercita il diritto d'opzione secondo le modalità stabilite nella decisione di aumento.

Il termine per l'esercizio del diritto d'opzione non può essere inferiore a 30 giorni decorrenti dal giorno del ricevimento della comunicazione inviata dalla società recante l'avviso di offerta delle nuove quote a pena di nullità della delibera di aumento.

La decisione di aumento deve contenere la disciplina delle quote inoptate, può cioè ammettere che la parte di aumento non sottoscritta da uno o più soci possa essere sottoscritta dagli altri soci e/o da terzi, disciplinandone le modalità.

In mancanza di apposita clausola statutaria o di espressa previsione nella decisione di aumento, deve ritenersi che le quote inoptate non possano essere sottoscritte né da altri soci né da terzi e che il diritto d'opzione possa essere ceduto a qualsiasi titolo ai soci e/o a terzi prima della scadenza del termine per il suo esercizio (massima Cons. Notarile Milano n. 157/2016).

Il socio titolare di una partecipazione liberamente trasferibile può cedere il diritto d'opzione, a meno che l'atto costitutivo o una sua successiva modifica adottata all'unanimità vieti ai soci il suo trasferimento.

Nel caso in cui la partecipazione sia soggetta a limiti di trasferimento anche la vendita dell'opzione risulterà subordinata alle medesime condizioni.

Il diritto d'opzione non può essere escluso se l'aumento consegue alla riduzione di capitale per perdite sotto il minimo legale.

2.2 Inquadramento tecnico – contabile

L'aumento di capitale è un'operazione complessa che si compone di diverse fasi.

Successivamente alla delibera di aumento dovrà darsi seguito ai seguenti adempimenti:

- esercizio del diritto d'opzione, mediante il quale i soci possono mantenere inalterata la loro quota di partecipazione al capitale sociale;
- prelazione dei diritti di opzione inoptati, che verranno offerti agli altri soci e successivamente ad eventuali terzi;
- sottoscrizione da parte dei soci delle quote di nuova emissione.

Il socio deve essere posto nelle condizioni di valutare la convenienza alla sottoscrizione del capitale sociale anche rispetto all'esercizio del proprio diritto d'opzione.

A tale proposito assume rilevanza il processo di determinazione del prezzo di emissione dell'azione o quota.

In assenza di quotazioni ufficiali in mercati regolamentati, il valore corrente di ciascuna azione o quota dovrà essere determinato avendo a riferimento il valore del capitale economico dell'azienda sottostante, utilizzando uno dei criteri di valutazione del capitale economico della società sviluppati dalla dottrina e dalla prassi.

Si ritiene ad esempio che nel caso di società immobiliari possa essere utilizzato il metodo patrimoniale mentre la valutazione di *business* industriali o commerciali richiede l'applicazione di criteri basati sui flussi prospettici attualizzati.

Il valore del capitale economico sarà suddiviso per il numero delle quote emesse.

La stima del valore della quota assume significatività in termini di tutela dei diritti patrimoniali dei soci. Essi dovranno vedere inalterata la propria ricchezza a seguito dell'aumento di capitale sociale.

Le norme di legge non disciplinano il controllo circa la congruità del prezzo di emissione ma regolamentano il diritto d'opzione.

Come accennato il diritto d'opzione, spettante ai soci ed insito nel possesso delle quote, permette, in caso di aumento di capitale sociale a titolo oneroso, di mantenere inalterata la quota percentuale di partecipazione nella società.

Tale diritto permette al socio alternativamente di:

1. esercitare l'opzione, partecipare all'aumento di capitale in proporzione alla quota già posseduta e così non modificare la percentuale di partecipazione al capitale sociale;

2. cedere il proprio diritto a terzi nel caso non ritenga di partecipare all'aumento di capitale.

Nel secondo caso, la conservazione dei valori patrimoniali in capo al socio avviene mediante la cessione del diritto d'opzione per cui, in cambio di quote in percentuale minore, sarà compensato dalla monetizzazione del diritto d'opzione.

Il valore teorico del diritto d'opzione dipende dalla differenza tra il valore dell'azione o quota post aumento di capitale e il prezzo di emissione.

Il prezzo di vendita dei diritti d'opzione è funzione tra l'altro dell'appetibilità della società, delle aspettative di rendimento a fronte dell'aumento di capitale sociale e del grado di liquidità del mercato.

Nella pratica si possono presentare le seguenti fattispecie:

- il prezzo di emissione coincide con il valore della quota. Il socio non sottoscrittore vede preservati i suoi diritti patrimoniali ma avrà una diluizione della partecipazione;
- il prezzo di emissione è inferiore al valore della quota. In questo caso il socio non sottoscrittore vedrà tutelati i propri diritti patrimoniali solo nell'ipotesi di cessione del diritto d'opzione ad un corrispettivo pari al valore teorico.

Nel caso quindi di aumento di capitale sociale, il meccanismo del diritto d'opzione rende possibili solamente le seguenti soluzioni:

- i quotisti esistenti sottoscrivono le nuove quote nella stessa proporzione e conseguentemente i diritti patrimoniali di ciascuno **rimangono inalterati qualunque sia il prezzo di emissione;**
- i quotisti che non sottoscrivono cedono agli altri soci o a terzi il diritto d'opzione e quindi **realizzano l'eventuale sconto praticato in sede di nuova emissione rispetto al valore di mercato.**

Si propone di seguito la descrizione dell'operazione di aumento del capitale sociale della società Maestrale srl e la stima del diritto d'opzione spettante al socio esecutato Bruni Zani Santo.

3. L'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE DELLA MAESTRALE SRL

Si descrivono di seguito gli accadimenti societari ai quali è conseguito l'aumento di capitale sociale della società Maestrale srl.

Il bilancio della Maestrale srl chiuso al 31/12/2015 evidenziava perdite per complessivi euro 201.856,00. Per effetto di tali perdite veniva convocata, presso il notaio dott. Roberto Forino di Brescia, assemblea straordinaria dei soci avente quale ordine del giorno i provvedimenti stabiliti dall'articolo 2482 ter c.c.

Intervenivano all'assemblea i soci Ferrari Faustino, Bruni Zani Tullia, Bruni Zani Paola, portatori del 75% delle quote costituenti il capitale sociale, i quali deliberavano di ripianare le perdite subite dalla società, come di seguito:

- integrale utilizzo della voce "altre riserve" per euro 139.580,00;
- integrale utilizzo della "riserva legale" per euro 10.296,00;
- azzeramento del capitale sociale pari ad euro 51.480,00;
- aumento a pagamento del capitale sociale ad euro 200.500,00.

In considerazione della rinuncia ad esercitare il diritto d'opzione da parte di Bruni Zani Tullia e Bruni Zani Paola, il sig. Ferrari Faustino dichiarava la propria volontà di esercitare il diritto d'opzione a sottoscrivere l'aumento di capitale sociale, proporzionalmente alla propria quota di partecipazione, nonché a sottoscrivere il deliberato aumento anche relativamente alle quote di spettanza di Bruni Zani Paola e Bruni Zani Tullia.

Il sig. Ferrari Faustino dichiarava inoltre di voler sottoscrivere la residua quota di aumento spettante ai soci assenti Bruni Zani Santo e Ruggeri Paola, rispettivamente portatori di quote sociali pari al 15% e 10% della Maestrale srl.

Tale sottoscrizione veniva sottoposta alla condizione risolutiva retroattiva dell'esercizio da parte dei soci non intervenuti del diritto di sottoscrizione loro spettante, nel termine di 30 giorni dalla comunicazione data al socio da parte dell'organo amministrativo.

Il capitale sociale veniva poi ridotto ad euro 200.000,00 al fine di coprire le residue perdite di euro 500,00; detto capitale sociale risultava interamente di spettanza del sig. Ferrari Faustino.

In data 16 giugno 2016 il notaio rogante, ritenendo non adempiute le condizioni stabilite dalla legge con riferimento alla sorte della quota del socio sig. Bruni Zani Santo oggetto di pignoramento, non richiedeva l'iscrizione al Registro delle Imprese di Brescia dell'aumento di capitale, né l'iscrizione della nuova compagine sociale a socio unico nella persona di Ferrari Faustino.

In data 11 luglio 2016 il Tribunale di Brescia in Camera di Consiglio, a seguito del ricorso depositato dalla società Maestrale srl ordinava, ex art. 2436, comma 4 del Codice Civile, l'iscrizione della delibera del 13 maggio 2016.

In data 27 luglio 2016 la delibera assembleare veniva iscritta al Registro delle Imprese di Brescia.

Si evidenzia di seguito la composizione del capitale sociale della società Maestrale srl nel periodo anteriore all'aumento, alla data di aumento e successivamente alla sottoscrizione del capitale sociale:

CAPITALE SOCIALE ANTE AUMENTO		
SOCIO	QUOTA	VALORE NOMINALE
BRUNI ZANI SANTO	15%	7.722,00
BRUNI ZANI TULLIA	15%	7.722,00
BRUNI ZANI PAOLA	15%	7.722,00
RUGGERI PAOLO	10%	5.148,00
FERRARI FAUSTINO	45%	23.166,00
TOTALE	100%	51.480,00

CAPITALE SOCIALE AUMENTO		
SOCIO	QUOTA	VALORE NOMINALE
BRUNI ZANI SANTO	15%	30.075,00
BRUNI ZANI TULLIA	15%	30.075,00
BRUNI ZANI PAOLA	15%	30.075,00
RUGGERI PAOLO	10%	20.050,00
FERRARI FAUSTINO	45%	90.225,00
TOTALE	100%	200.500,00

CAPITALE SOCIALE POST SOTTOSCRIZIONE		
SOCIO	QUOTA	VALORE NOMINALE
FERRARI FAUSTINO	100%	200.000,00
TOTALE	100%	200.000,00

In data 15/12/2016 il socio unico Ferrari Faustino trasferiva la propria quota alla società FAP Investimenti Srl.

4. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ MAESTRALE SRL

4.1 Introduzione metodologica

Al fine di poter procedere con la stima del valore del diritto d'opzione spettante al socio Bruni Zani Santo occorre valutare il prezzo di mercato delle quote di proprietà del medesimo alla data di aumento del capitale sociale.

Tale procedimento, in questa sede effettuato retroattivamente, sarebbe stato utile al socio nell'ambito delle valutazioni necessarie per decidere se sottoscrivere l'aumento di capitale sociale oppure cedere il proprio diritto d'opzione.

La valutazione del capitale economico della Maestrale srl viene effettuato considerando quale situazione contabile di riferimento il bilancio chiuso al 31/12/2015, posta la difficoltà di interpretazione di situazioni contabili infrannuali e la sostanziale assenza di operazioni rilevanti intervenute tra il 01.01.2016 e il 13.05.2016.

Si evidenzia peraltro che il bilancio 2015 veniva approvato in sede di delibera assembleare di aumento del capitale sociale.

Lo scrivente, come indicato nel quesito di causa, si atterrà alle valutazioni già espresse dal dott. Chessa, con particolare riferimento alla stima del patrimonio immobiliare della Maestrale srl.

Il metodo di valutazione utilizzato dal professionista sopra citato (metodo patrimoniale semplice) viene ritenuto idoneo alla rappresentazione del valore del capitale economico della Maestrale srl e verrà quindi replicato per quanto attiene la valutazione qui proposta.

Ciò in particolare considerando che l'oggetto sociale della Maestrale srl è il seguente *“acquisto, alienazione, locazione e amministrazione di beni mobili e immobili in genere, la costruzione, la ristrutturazione di immobili di ogni tipo e comunque tutto quanto attiene all'attività immobiliare”*.

Il patrimonio sociale è effettivamente costituito quasi integralmente da cespiti immobiliari.

Il metodo patrimoniale semplice si sostanzia nella stima dei singoli elementi del patrimonio aziendale che concorrono a determinare il capitale investito della società. Il metodo prevede, innanzitutto, l'individuazione dei singoli *asset* da considerare nel processo di stima.

Relativamente alla attività valutativa in senso stretto, il metodo si prefigge l'obiettivo di rappresentare gli elementi attivi e passivi del patrimonio "a valori correnti". Al riguardo, si sottolinea che laddove la natura dei beni oggetto di stima presenta un elevato contenuto tecnico, si rende necessario l'intervento di esperti con professionalità specifiche per ottenere valutazioni congrue, sia sotto l'aspetto economico che sotto quello fisico-tecnico.

Questo metodo considera il valore dell'azienda come funzione del valore del suo patrimonio netto, rivalutato mediante rettifiche apportate ai valori di carico delle sue componenti.

Esso assume, come punto di partenza, il capitale netto di bilancio (o capitale netto contabile) e richiede poi che si proceda in successione: alla revisione degli elementi attivi e passivi in relazione alla loro reale consistenza, nonché alle eventuali correzioni necessarie per tener conto degli eventi significativi avvenuti nel corso del periodo successivo alla data dell'ultimo documento contabile disponibile, sempre se tali eventi incidono in modo duraturo sulla vita aziendale; alla riespressione in termini di valori correnti (di mercato o di stima) degli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni e così via), facendo emergere le eventuali plusvalenze e minusvalenze rispetto ai valori di bilancio. Tali plusvalenze e minusvalenze dovranno peraltro tener conto degli effetti fiscali latenti; alla eventuale attualizzazione del valore dei debiti e dei crediti differiti che non producono interessi, o comunque collegati a tassi di interesse non in linea con il mercato.

Una volta concluse le verifiche in questione, il valore del patrimonio netto contabile è rettificato in funzione delle differenze emerse e si ottiene così il valore patrimoniale dell'azienda, generalmente denominato "patrimonio".

4.2 L'applicazione del metodo

Il patrimonio netto rivalutato può essere inteso come l'ammontare delle risorse da investire per poter disporre di un analogo complesso di condizioni produttive patrimoniali, nello stato e nel luogo in cui si trovano al momento della valutazione. Infatti, il fine ultimo di questa operazione è quello di esprimere il valore corrente del patrimonio alla data di riferimento della valutazione e di quantificare il valore di sintesi "patrimonio netto rettificato".

A prescindere dalla metodologia che si utilizza per esprimere il capitale economico dell'impresa, l'apprezzamento della composizione quali - quantitativa del patrimonio

dell'azienda è un'attività imprescindibile nell'ambito del processo volto ad acquisire le informazioni necessarie per esprimere il capitale economico dell'impresa.

Si procederà con la valutazione dello stato patrimoniale redatto in ipotesi di funzionamento.

La valutazione del patrimonio netto rettificato avverrà dunque sui seguenti principi:

1. L'inventariazione degli elementi patrimoniali, secondo estensione e modalità che differiscono per tipologia dei medesimi e valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio;
2. Se esistenti, evidenziazione degli elementi patrimoniali che non siano pertinenti all'attività d'impresa e valutazione separata dei medesimi attraverso la quale si giungerà alla quantificazione del capitale accessorio.

Si procede ora alla revisione delle singole poste di bilancio ed alla espressione delle stesse a valori correnti considerando quale data di riferimento il 31.12.2015.

Per ogni posta di bilancio, così come analiticamente individuata nel bilancio al 31.12.2015, si è proceduto mettendo in evidenza il valore contabile e la valutazione a valori correnti.

I temi valutativi considerati riguardano le componenti tipiche di una azienda di gestione immobiliare.

Dagli elementi patrimoniali strettamente necessari allo svolgimento della gestione aziendale dovrebbero venir estrapolati gli elementi patrimoniali non pertinenti allo svolgimento dell'attività operativa aziendale, poiché non strumentali all'esercizio dell'azienda, insieme con le componenti soggette a valutazione autonoma: nella Maestrare srl non sono presenti elementi patrimoniali di questo tipo.

La migliore dottrina economico-aziendale, quella italiana come pure quella di estrazione anglosassone, è concorde nell'affermare che l'obiettivo della stima dell'esperto debba consistere nella determinazione del cosiddetto "valore generale", di quel valore cioè che in normali condizioni di mercato può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, prescindendo dagli interessi delle eventuali parti in causa e dalla loro forza contrattuale.

La revisione si è svolta con una metodologia consistente nel controllo di tutte le poste patrimoniali, tenendo conto della loro reale consistenza, nel contesto della specifica attività esercitata.

Si propongono alcuni commenti alle voci e alle scelte di valutazione adottate.

ATTIVITÀ

BI) Immobilizzazioni immateriali

Descrizione	Saldo al 31/12/2015	Rettifiche	Saldo di valutazione
Oneri pluriennali	4.750	-4.750	0
	4.750	-4.750	0

Trattasi di oneri pluriennali i quali non assumo valore alcuno di realizzo.

CI) Rimanenze

Descrizione	Saldo al 31/12/2015	Rettifiche	Saldo di valutazione
Immobili e terreni	8.878.383	1.002.096	9.880.479
	8.878.383	1.002.096	9.880.479

Tale voce rappresenta il patrimonio immobiliare della società già oggetto di stima da parte del CTU incaricato Ercole Daniela.

Si evidenzia che la consistenza del patrimonio immobiliare stimato dal CTU Ercole è differente rispetto a quella esistente al 31/12/2015.

Lo scrivente ha proceduto al confronto tra i cespiti esistenti al 31/12/2015 anche verificando l'inventario predisposto dalla società e quelli oggetto di stima, recependo le relative differenze. Nel periodo esaminato non sono stati acquistati immobili mentre le cessioni intervenute sono quelle evidenziate nella seguente tabella:

DATA	IMMOBILE VENDUTO	PREZZO
04/03/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 64	209.500
04/03/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 282	15.000
04/03/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 80	145.500
04/03/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 281	15.000
12/07/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 76	250.000
12/07/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 279	5.000
28/07/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 72	177.500
28/07/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 280	5.000
04/08/2016	Sez NCT foglio 2 particella 408 sub. 8	600.000
14/09/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 345	110.000 ¹
14/09/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 181	
14/09/2016	Sez. NCT foglio 2 particella 420 sub. 277	
TOTALE		1.532.500

¹ Prezzo complessivo dei subalterni n. 345, 181 e 277 in assenza di suddivisione in atto di compravendita

Lo scrivente recepisce le valutazioni già espresse dalla professionista ora citata in ordine alla stima degli immobili e dei terreni. In particolare, il valore di mercato degli immobili viene individuato in euro 7.390.800.

A tale importo occorre sommare il valore degli immobili presenti nel patrimonio della società Maestrare srl alla data del 31/12/2015 ed individuato per tramite dell'inventario acquisito dallo scrivente.

Tale importo è rappresentato dalla sommatoria dei valori attribuiti dal perito Ercole agli immobili descritti nella propria perizia di stima e i prezzi delle compravendite immobiliari intervenute nel periodo 2016 di cui alla precedente tabella riepilogativa.

Si specifica che i prezzi sono stati desunti dai relativi atti notarili di compravendita.

Considerato quanto sopra, si attribuisce quale valore di mercato degli immobili di proprietà della società Maestrare, al 31/12/2015, l'importo dato dalla sommatoria di euro 7.390.800 e euro 1.532.500 e così per un totale di euro 8.923.300.

A tale importo occorre sommare il valore di mercato dei terreni, individuato dal perito Ercole in complessivi euro 957.179.

Quanto sopra esposto, si determina in **euro 9.880.479** il valore di mercato degli immobili e dei terreni iscritti tra le rimanenze al 31/12/2015 della società Maestrare srl.

Si evidenzia un plusvalore rispetto al dato contabile dell'importo di euro 1.002.096.

C.II) Crediti

Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Crediti	157.686	37.021	0	194.707
	157.686	37.021	0	194.707

Vengono considerati al valore nominale che corrisponde, secondo quanto esposto nella nota integrativa al bilancio 2015, al valore di realizzo.

C.IV) Disponibilità liquide

Ammontano ad euro 1.194.

PASSIVITÀ

Il patrimonio netto non viene considerato, trattandosi della voce oggetto di determinazione quale saldo tra attività e passività valutate coi criteri peritali. Si ricorda che il valore del patrimonio netto contabile 31.12.2015 è negativo per euro 500.

D) Debiti

I debiti sono valutati al loro valore nominale e la scadenza degli stessi è così suddivisa:

Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Debiti	702.092	8.375.887	0	9.077.979
	702.092	8.375.887	0	9.077.979

Trattasi di finanziamenti ipotecari e finanziamenti infruttiferi dei soci.

Tali voci non vengono rettificare.

E) Ratei e risconti

Ammonta ad euro 1.555. Tale voce viene annullata integralmente ai fini della stima del valore del capitale economico poiché trattasi di appostazione di mera natura contabile.

Riepilogo delle rettifiche

Le rettifiche sopra proposte attengono quindi alla svalutazione della posta “Immobilizzazioni immateriali” per euro 4.750, alla rivalutazione delle “Rimanenze” per effetto del recepimento dei valori di mercato stimati nella perizia del dott. Chessa e Ercole per euro 1.002.096, alla svalutazione della posta “Ratei e risconti” nel passivo per euro 1.555.

Si propone di seguito la determinazione del valore del capitale economico della società Maestrale srl, alla data del 31/12/2015, sulla base delle assunzioni sopra sviluppate e con riferimento alla metodologia di valutazione patrimoniale semplice.

4.3 Il valore del capitale economico con il metodo patrimoniale semplice

A) Patrimonio netto

Descrizione	Saldo al 31.12.2015
I) Capitale	51.480
IV) Riserva legale	10.296
VI) Altre riserve	139.580
IX) Utile (perdite) dell'esercizio	(201.856)

Saldo al 31.12.2015	(500)
Svalutazione immobilizzazioni immateriali	(4.750)
Rivalutazione rimanenze	1.002.096
Svalutazione ratei e risconti passivi	1.555
Saldo di valutazione	998.401
Patrimonio netto rettificato (K)	998.401

Il valore del capitale economico della società Maestrare srl al 31/12/2015 secondo il metodo patrimoniale semplice, sulla base delle valutazioni e delle ipotesi utilizzate, ammonta complessivamente ad

€ 998.401

5. LA STIMA DEL DIRITTO D'OPZIONE

Nel precedente paragrafo si è proceduto a determinare il valore del capitale economico della società Maestrare srl alla data del 31/12/2015.

Si considera che, in assenza di fatti rilevanti intervenuti tra tale data e quella di aumento del capitale sociale (13/05/2016), la situazione contabile esaminata e la conseguente determinazione del capitale economico siano rappresentativi della consistenza patrimoniale della società alla data di riferimento della presente.

Il valore del capitale economico, come sopra determinato, deve essere rapportato al numero di quote di proprietà di Bruni Zani Santo e ciò al fine di ottenere il valore della singola quota.

In particolare, il sig. Bruni Zani Santo, in sede di aumento del capitale sociale deteneva quote per nominali euro 30.075,00 pari al 15% del capitale sociale della Maestrare srl.

Il valore di mercato della quota di partecipazione dell'esecutato ammonta, al 31/12/2015, ad euro $998.401 * 15\% =$ euro 149.760,15.

Detto importo deve essere rapportato al numero nominale di quote (30.075) e ciò al fine di individuare il valore della componente nominale.

Quest'ultimo si ottiene come segue: $149.760,15/30.075 =$ euro 4,9796.

L'operazione di aumento del capitale sociale, come descritta nei paragrafi precedenti, ha comportato l'annullamento del capitale sociale e la successiva ricostituzione per tramite dell'emissione di quote pari ad euro 200.500 del valore nominale di 1 euro ciascuna.

Si evidenzia quindi che il prezzo di emissione delle nuove quote, equivalente al costo di sottoscrizione delle medesime, ammonta ad euro 1 ciascuna.

Il valore teorico del diritto d'opzione non può che essere determinato dalla differenza tra il prezzo di mercato delle quote post aumento di capitale e il prezzo di emissione e cioè quel

valore che compensa il socio della diminuzione di valore delle quote successivamente all'aumento di capitale.

Si evidenzia infatti che nel caso di specie l'aumento di capitale è stato effettuato ad un prezzo di emissione inferiore rispetto al valore di mercato e quindi a sconto e che, la necessaria tutela del socio non sottoscrittore, sarebbe stata rispettata solo nell'ipotesi di cessione del diritto d'opzione ad un corrispettivo pari al valore teorico.

Il valore teorico del diritto d'opzione viene determinato quindi dalla differenza tra il valore di mercato delle quote di proprietà del sig. Bruni Zani Santo in sede di aumento di capitale sociale della società Maestrale pari ad euro 4,9796 e il prezzo di emissione delle nuove quote pari ad euro 1 e quindi in **euro 3,9796**.

Tale valore determinato per singola quota deve essere moltiplicato per il numero di quote detenute dal sig. Bruni Zani Santo in sede di aumento del capitale sociale pari a 30.075 e quindi il diritto d'opzione di spettanza del medesimo, in sede di aumento del capitale sociale ammonta ad euro $3,9796 * 30.075 =$ euro **119.686,47**.

6. LE OSSERVAZIONI DELLE PARTI

Successivamente all'inoltro della bozza di relazione pervenivano, in data 28/08/2019, le osservazioni del CTP della società Fap Investments srl, dott.ssa Simona Scaroni, il cui contenuto viene allegato alla presente sub. 4.

Nessuna osservazione perveniva da parte attrice.

La dott.ssa Scaroni interviene essendo stata incaricata quale consulente tecnico della società Fap Investments srl, soggetto terzo pignorato nella procedura esecutiva n. 1426/2016.

I motivi di osservazione della dott.ssa Scaroni sono i seguenti:

1. mancato calcolo degli oneri fiscali potenziali;
2. partecipazione del socio alla copertura delle perdite come presupposto per l'acquisizione del diritto d'opzione sulle nuove quote emesse;
3. valorizzazione del diritto d'opzione a valori di mercato.

Con riferimento al primo punto, la dott.ssa Scaroni lamenta il mancato calcolo degli oneri fiscali potenziali da considerarsi nella determinazione del plusvalore stimato in relazione alle rimanenze di proprietà della società Maestrale srl.

Il CTP del terzo pignorato determina il plusvalore al netto del carico fiscale potenziale in euro 722.511.

La seconda osservazione attiene alla mancata partecipazione del socio Santo Bruni Zani alla copertura delle perdite manifestatesi dalla società Maestrale dall'esercizio 2011 e sino alla

delibera di ricostituzione del capitale sociale del 2016 e così argomenta l'insussistenza dei presupposti necessari per vedere attribuito il diritto d'opzione.

Con il terzo motivo di osservazione il CTP, considerando la necessità di stimare il valore del diritto d'opzione secondo valori di mercato, conclude determinando quest'ultimo in euro zero.

7. LE CONTRODEDUZIONI DELLO STIMATORE

La **prima osservazione**, come accennato, attiene al calcolo degli oneri fiscali latenti da detrarre al valore della plusvalenza, determinata dalla differenza tra il valore contabile delle rimanenze e il valore di mercato attribuito alle stesse, sulla base della perizia di stima già agli atti della procedura, corretto per tenere conto delle operazioni precedentemente intervenute.

Il metodo patrimoniale semplice prevede il calcolo degli oneri fiscali latenti sui plusvalori stimati; la prassi tende a determinare forfettariamente l'aliquota d'imposta da applicare ai plusvalori, ciò in quanto non è possibile stabilire il momento in cui questi verranno effettivamente realizzati e nemmeno la natura soggettiva di colui che ne beneficerà.

Lo scrivente non ha proceduto al calcolo della fiscalità latente sui plusvalori rilevati nella stima delle rimanenze per due ordini di motivazioni.

In primo luogo, si è ritenuto di adottare il medesimo metodo valutativo applicato dal dott. Chessa nella propria perizia di stima, la quale escludeva la determinazione del carico fiscale sui plusvalori evidenziati dalla valutazione dei beni immobili di proprietà della Maestrale srl. Quanto sopra per omogeneità nel principio di valutazione.

In secondo luogo, come già accennato, la determinazione del carico fiscale sulle plusvalenze è soggetto ad estrema variabilità non essendo noto il soggetto che fruirà di tale beneficio e nemmeno il momento in cui le plusvalenze saranno realizzate.

Nel caso di specie si evidenzia peraltro che l'intero capitale sociale della Maestrale srl, in seguito alla ricostituzione e all'aumento di cui è causa, veniva sottoscritto dal sig. Ferrari Faustino, il quale poi cedeva la propria quota di partecipazione pari al 100% del capitale sociale della Maestrale srl alla società Fap Investments srl al prezzo di euro 200.000,00 evitando quindi l'emersione di plusvalori oggetto di tassazione.

Nella tecnica contabile e fiscale in particolare, esistono infatti diverse modalità di cessione di *assets* dalle quali discendono differenti discipline di tassazione dei plusvalori realizzati.

Gli immobili oggetto di stima, il cui valore corrente è superiore al valore contabile, possono essere ceduti sia direttamente che indirettamente mediante la cessione della partecipazione che li ingloba.

Nel caso di cessione diretta la tassazione della plusvalenza realizzata dal proprietario Maestrale srl avverrebbe normalmente con aliquote “piene” IRES del 24% e IRAP del 3,9%.

Nel caso di cessione indiretta, per effetto cioè della cessione della partecipazione nella società Maestrale srl da parte del socio, l’eventuale plusvalore verrebbe calcolato, sulla base delle norme vigenti, come segue:

- imposta sostitutiva 26%, in caso di socio persona fisica non titolare di reddito d’impresa;
- tassazione progressiva IRPEF sulla base imponibile del 58,14%, in caso di socio società di persone o persona fisica titolare di reddito d’impresa (ditta individuale);
- base imponibile pari al 5%, in caso di socio società di capitali.

Si evidenzia in particolare che la tassazione delle plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni detenute da società di capitali (è il caso attuale dove la società Fap Investments detiene il 100% di Maestrale srl) può beneficiare, a certe condizioni, del regime di *participation exemption*, previsto dall’art. 87 TUIR.

Tale regime prevede, appunto al verificarsi di alcune condizioni, l’esenzione da tassazione della plusvalenza derivante dalla cessione di partecipazioni nella misura del 95%. Il residuo 5% è soggetto alla tassazione ordinaria IRES ed IRAP.

Si evidenzia poi che la normativa fiscale offre la possibilità di procedere con la rivalutazione del costo storico delle partecipazioni mediante il pagamento di imposte sostitutive con aliquote inferiori rispetto a quelle ordinaria.

La norma oggi in vigore prevede, ad esempio, che il socio persona fisica non in regime d’impresa possa rivalutare la propria partecipazione, detenuta in società non quotate in mercati regolamentati, possedute alla data del 1° gennaio 2019, a condizione che venga versata l’imposta sostitutiva stabilita nella misura dell’11% in relazione alle partecipazioni qualificate.

La Legge di Bilancio 2019 riapre i termini della rivalutazione dei beni d’impresa, disciplinando tra gli altri la rivalutazione delle partecipazioni possedute da società di capitali ed enti commerciali.

La rivalutazione di partecipazioni sconta l’imposta sostitutiva del 12%.

Quanto sopra brevemente esposto, si ritiene di confermare l’esclusione del conteggio degli oneri fiscali latenti con riferimento alla plusvalenza stimata sulle rimanenze di proprietà della società Maestrale srl, in considerazione delle differenti modalità di tassazione applicabili ritenute soggette a variazioni sia in ambito soggettivo che temporale nonché per omogeneità rispetto alla valutazione già effettuata dal dott. Chessa.

Con il **secondo motivo di osservazione**, la dott.ssa Scaroni intende negare la spettanza del diritto d'opzione al socio Santo Bruni Zani, posto che il medesimo si è disinteressato alle sorti della partecipata omettendo le rinunce ai finanziamenti, effettuate quindi dagli altri soci, al fine di coprire le perdite manifestatesi negli esercizi dal 2011 al 2015.

Secondo l'orientamento del CTP, la partecipazione del socio alla copertura delle perdite, costituirebbe il presupposto fondamentale per il riconoscimento al medesimo del diritto d'opzione.

Lo scrivente non ritiene di dover prendere posizione su quanto argomentato dal CTP dott.ssa Scaroni.

Si rileva in particolare come il quesito formulato dal GE non lasci spazio ad interpretazioni circa la spettanza o meno del diritto d'opzione in capo al socio Santo Bruni Zani.

Il GE espressamente richiede che allo stimatore di *“procedere alla stima del diritto di opzione spettante all'esecutato Bruni Zani Santo a seguito dell'aumento di capitale...”*

In maniera affine si era espresso il Giudice dott. Canali nel provvedimento emesso nell'ambito dell'opposizione alla procedura esecutiva promossa da Fap Investments srl, dove veniva revocato il decreto di sospensione dell'esecuzione considerando che il pignoramento dovesse continuare *“limitatamente al valore del diritto d'opzione”*.

Lo scrivente non ritiene pertanto esistano i presupposti perché sia qui discussa la spettanza in capo al socio Bruni Zani Santo del diritto d'opzione, anche considerata la formulazione del quesito.

Con il **terzo motivo di osservazione**, la dott.ssa Scaroni assegna al valore del diritto d'opzione l'importo di euro 0 (zero) considerando che la corretta valutazione dello stesso dovrebbe avvenire al valore di mercato.

Nel dettaglio il CTP evidenzia il comportamento tenuto dai soci Bruni Zani Paola, Bruni Zani Tullia e Ruggeri Paola i quali, nell'ambito dell'operazione di aumento di capitale, hanno rinunciato al diritto d'opzione loro spettante.

Evidenzia poi il CTP che il socio Ferrari Faustino, pur sottoscrivendo l'intero aumento di capitale, abbia ceduto la propria partecipazione, pari al 100% del capitale della società Maestrale srl, al prezzo di euro 200.000,00, corrispondente al patrimonio netto della società, non assegnando implicitamente alcun plusvalore alla medesima.

La valorizzazione del diritto d'opzione nel caso di società a responsabilità limitata a ristretta base azionaria sconta l'inesistenza di un mercato quotato di riferimento composto da una massa tale di investitori per cui l'incontro tra domanda e offerta è teoricamente perfetto.

Nel caso di specie è evidente come non esista un mercato per il diritto d'opzione, posto che l'aumento di capitale è stato offerto in sottoscrizione ai soci.

Le scelte dei singoli soci non possono essere rappresentative della valutazione del diritto d'opzione poiché potenzialmente condizionate da fattori personali privi della necessaria oggettività così come è arbitraria la successiva cessione della partecipazione al prezzo coincidente con il patrimonio netto della società.

Ciò che è oggettivamente incontestabile o quantomeno è dotato di parametri il più possibile oggettivi per la stima del valore del diritto d'opzione è il metodo utilizzato dallo scrivente nella presente relazione.

Detto metodo infatti pone le proprie basi sulla valutazione degli *assets* societari a valori correnti (di mercato), i quali vengono definiti con procedure di stima da parte di soggetti dotati delle indispensabili conoscenze tecniche e del mercato di riferimento, utili al fine di rilevare il più probabile valore di mercato dei cespiti ed in particolare degli immobili.

Il valore di mercato delle quote viene poi confrontato con quello di emissione delle nuove quote, valore non passibile di differenti valutazioni e ciò al fine di trovare il valore del diritto d'opzione che tuteli il socio dalla diluzione della propria quota.

Si ritiene, in conclusione, che i criteri qui utilizzati per la determinazione del valore del diritto d'opzione spettante al socio Santo Bruni Zani siano conformi alle procedure tecnico-contabili utilizzate nella prassi, anche in mercati quotati e che differenti modalità di definizione del medesimo siano condizionate da eccessiva soggettività ed arbitrarietà.

8. CONCLUSIONI

Allo scrivente stimatore è stato assegnato l'incarico di procedere alla stima del diritto d'opzione spettante al sig. Bruni Zani Santo in sede di aumento di capitale sociale della società Maestrale srl.

All'esito delle analisi sopra compiute lo scrivente, lette le osservazioni del consulente di parte, alle quali è stato opportunamente controdedotto, ritenendo di aver assolto l'incarico conferito, individua nell'importo arrotondato di **euro 119.686** il valore del diritto d'opzione spettante al sig. Bruni Zani Santo a seguito dell'aumento di capitale sociale deliberato in data 13/05/2016 dalla società Maestrale srl.

Brescia, 23 settembre 2019

Lo stimatore
Dott. Andrea Astori

ALLEGATI:

- 1) Bilancio al 31/12/2015;
- 2) Inventario al 31/12/2015;
- 3) Atti di compravendita immobiliare periodo 2016;
- 4) Osservazioni dott.ssa Simona Scaroni